Zbirka odločb sodne prakse

SKLEPNI PREDLOGI GENERALNEGA PRAVOBRANILCA
PAOLA MENGOZZIJA,
predstavljeni 21. marca 2012 [1]

Zadeva C-19/11

Markus Geltl
proti
Daimler AG
(Predlog za sprejetje predhodne odločbe,

ki ga je vložilo Bundesgerichtshof)

„Svoboda opravljanja storitev — Finančne storitve — Trgovanje na podlagi notranjih informacij in notranje informacije — Odstop predsednika-generalnega direktorja delniške družbe — Morebitno upoštevanje raznih posvetovanj in dejavnosti, ki so se odvijale pred nastopom dogodka, da bi se ocenila natančnost takšne informacije — Direktiva 2003/6/ES, t. i. zloraba trga — Direktiva 2003/124/ES o izvajanju Direktive 2003/6/ES“

I – Uvod

1. V tem postopku Bundesgerichtshof Zvezne republike Nemčije Sodišču predlaga sprejetje predhodne odločbe v zvezi z razlago Direktive 2003/6/ES [2] Evropskega parlamenta in Sveta z dne 28. januarja 2003 o trgovanju z notranjimi informacijami in tržni manipulaciji (zloraba trga) in Direktive Komisije 2003/124/ES [3] z dne 22. decembra 2003 o izvajanju Direktive 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z opredelitvijo in razkritjem notranjih informacij javnosti ter opredelitvijo tržne manipulacije.

II – Pravni okvir

A – *Zakonodaja Skupnosti*

2. Člen 1, prvi odstavek, točka 1, Direktive 2003/6 določa:

„V tej direktivi:

1. ‚Notranja informacija‘ pomeni informacijo, ki ima natančno določene lastnosti [je natančna], ki ni javna in se posredno ali neposredno nanaša na enega ali več izdajateljev finančnih instrumentov ali na enega ali več finančnih instrumentov, in ki bi, če bi postala javna, verjetno imela pomemben vpliv na cene teh finančnih instrumentov ali na ceno z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov.

[…]“.

1 — Jezik izvirnika: italijanščina.

2 — UL, posebna izdaja v slovenščini, poglavje 6, zvezek 4, str. 367.

3 — UL, posebna izdaja v slovenščini, poglavje 6, zvezek 6, str. 348.

3. Člen 6 Direktive 2003/6 določa:

„1. Države članice zagotovijo, da izdajatelji finančnih instrumentov notranje informacije, ki jih neposredno zadevajo, čimprej ko je to mogoče sporočijo javnosti.

Države članice brez vpliva na ukrepe, sprejete za uskladitev z določbami prvega pododstavka, zagotovijo, da izdajatelji za ustrezno obdobje objavijo na svojih internetnih spletnih straneh vse notranje informacije, ki jih morajo razkriti javnosti.

2. Izdajatelj lahko na lastno odgovornost odloži razkritje notranjih informacij javnosti, kot je navedeno v odstavku 1, da ne bi škodoval svojim pravno upravičenim interesom, pod pogojem, da takšna opustitev ne bi zavajala javnosti, in pod pogojem, da je izdajatelj sposoben zagotoviti zaupnost takih informacij. Države članice lahko zahtevajo, da izdajatelj nemudoma obvesti pristojni organ o odločitvi, da bo odložil razkritje notranjih informacij javnosti.

[…]“.

4. Člen 1 Direktive 2003/124 določa:

„1. Za uporabo točke 1 člena 1 Direktive 2003/6/ES se informacija šteje za natančno, če navaja serijo okoliščin, ki že obstajajo ali za katere se lahko razumno pričakuje, da bodo nastale v prihodnje, ali dogodek, ki je že nastopil ali za katerega se lahko razumno pričakuje, da bo nastopil v prihodnje, in je ta informacija dovolj določna, da omogoči oblikovanje zaključkov o možnem vplivu te serije okoliščin ali tega dogodka na cene finančnih instrumentov ali na z njimi povezane izvedene finančne instrumente.

2. Za uporabo točke 1 člena 1 Direktive 2003/6/ES „informacija, ki bi, če bi postala javna, verjetno imela pomemben učinek na cene finančnih instrumentov ali na z njimi povezane finančne instrumente“ pomeni informacijo, ki bi jo razumen vlagatelj verjetno uporabil kot del osnove svojih naložbenih odločitev.“

5. Člen 2(3) Direktive 2003/124 določa:

„[…]

3. Vse pomembne spremembe, ki zadevajo javnosti že razkrito notranjo informacijo, je treba razkriti javnosti takoj po nastanku teh sprememb, in sicer po istem kanalu, kot je bil uporabljen za razkritje originalne informacije javnosti.“

6. Člen 3 Direktive 2003/124 določa:

„1. Za namene uporabe člena 6(2) Direktive 2003/6/ES se pravni interes lahko zlasti nanaša na naslednje primeroma navedene okoliščine:

(a) pogajanja v teku ali elementi povezani z njimi, kadar bi razkritje javnosti verjetno vplivalo na izid ali normalen potek teh pogajanj. Še zlasti kadar je finančna sposobnost preživetja izdajatelja v resni in v neposredni nevarnosti, četudi še ne v obsegu, za katerega se uporablja zakonodaja o plačilni nesposobnosti, se razkritje informacij javnosti lahko odloži za omejeno obdobje, če bi takšno razkritje javnosti resno ogrozilo interese obstoječih ali potencialnih delničarjev, s tem ko bi spodkopala zaključek določenih pogajanj, načrtovanih za zagotovitev dolgoročne finančne sanacije izdajatelja;

(b) odločitve sprejete ali pogodbe sklenjene s strani poslovodnega organ[a] izdajatelja, za katere je potrebna odobritev drugega organa izdajatelja, da postanejo veljavn[e], če organiziranost takega izdajatelja zahteva ločitev med tema organoma, če se zagotovi, da bi razkritje informacij javnosti pred takšno odobritvijo skupaj z istočasno objavo, da postopek odobritve še ni končan, ogrozilo pravilno oceno informacij s strani javnosti.

[…]“.

B – *Nacionalna zakonodaja*

7. Člen 13(1) WpHG (*Wertpapierhandelsgesetz*, zakon o trgovanju z vrednostnimi papirji), s katerim se izvajata člen 1, prvi odstavek, točka 1, Direktive 2003/6 in člen 1(1) Direktive 2003/124, določa, da je notranja informacija „natančna informacija o okoliščinah, ki niso javno znane in ki se nanašajo na enega ali več izdajateljev *Insiderpapiere* [4] ali neposredno na takšne *Insiderpapiere* ter ki lahko, če postanejo javno znane, pomembno vplivajo na borzno ali tržno ceno teh *Insiderpapiere*. Informacija ima lahko tak vpliv, če bi jo razumen vlagatelj upošteval pri svojih naložbenih odločitvah. Za upoštevne okoliščine v smislu zadevne določbe se štejejo tudi okoliščine, pri katerih se lahko razumno pričakuje, da bodo nastopile v prihodnje […]“.

8. Člen 15(1) WpHG določa, da „morajo vsi nemški izdajatelji finančnih instrumentov nemudoma objaviti notranje informacije, ki se neposredno nanašajo nanje […]“.

III – Dejansko stanje in vprašanji za predhodno odločanje

9. G. Schrempp, predsednik uprave, je po skupščini družbe Daimler AG 6. aprila 2005 razmišljal, da bi morda še pred koncem mandata, ki naj bi trajal do leta 2008, odstopil s položaja, o tem pa je najprej obvestil svojo ženo, ki je bila kot vodilni delavec zaposlena v njegovi pisarni.

10. G. Schrempp je 17. maja 2005 o svojem namenu obvestil predsednika nadzornega sveta družbe Daimler AG.

11. G. Schrempp je o svojem načrtu 1. junija 2005 obvestil preostala člana nadzornega sveta in najpozneje 15. junija 2005 še g. Zetscheja, ki naj bi prevzel njegov položaj.

12. O tem je bila 6. julija 2005 obveščena še glavna sekretarka.

13. Direktor za stike z javnostjo, ga. Schrempp in glavna sekretarka so od 10. julija 2005 pripravljali sporočilo za medije, izjavo za javnost in sporočilo delavcem družbe.

14. G. Schrempp in predsednik nadzornega sveta sta se 18. julija 2005 sporazumela, da bosta na seji nadzornega sveta, ki je bila že prej določena za 28. julija 2005, predlagala predčasno razrešitev g. Schremppa s položaja in imenovanje g. Zetscheja kot naslednika, ne da bi v vabilu omenila to problematiko.

15. Poleg tega je bila za 27. julij 2005 ob 17.00 že sklicana seja predsedstva nadzornega sveta, vendar tudi v sklicu te seje ni bil omenjen odstop g. Schremppa s položaja.

16. O tem vprašanju je g. Schrempp 25. julija 2005 razpravljal s članom nadzornega sveta in predsednikom sveta delavcev koncerna in družbe.

17. Omenjeni član nadzornega sveta je 27. julija 2005, potem ko se je o vprašanju posvetoval s preostalimi predstavniki delavcev in g. Zetschejem, g. Schremppu sporočil, da bo zbor delavcev glasoval za zamenjavo predsednika uprave.

18. Prav tako 27. julija 2005, tik pred začetkom seje, sta bila o tem obveščena še preostala člana predsedstva.

19. Predsedstvo je 27. julija 2005 sklenilo, da bo nadzornemu svetu naslednji dan predlagalo, naj da soglasje k predčasni razrešitvi g. Schremppa konec leta 2005 in k njegovi zamenjavi z g. Zetschejem.

4 — Vrednostni papirji, ki jih imetniki notranjih informacij ne smejo prodati ali kupiti.

20. G. Schrempp je 27. julija 2005 ob 18.30 o predlagani zamenjavi obvestil enega od treh članov uprave, preostala člana pa ob 19.00.

21. 27. julija 2005 ob 19.30 je bila večerja članov nadzornega sveta, ki so zastopali delničarje, na kateri se je razpravljalo o predlogu predsedstva.

22. Nadzorni svet je 28. julija 2005 okoli 9.50 sklenil, da bo g. Schrempp konec leta razrešen s položaja in da bo njegovo mesto prevzel g. Zetsche.

23. Družba Daimler AG je 28. julija 2005 ob 10:02 poslovodstvom borz in zveznemu uradu za finančni nadzor (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, poimenovan tudi BaFin) poslala *ad hoc* obvestilo glede dogodka.

24. Zadevno obvestilo je bilo nato ob 10.32 objavljeno v podatkovni zbirki nemške družbe za *ad hoc* obvestila (*Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität*).

25. Nominalna vrednost delnic družbe Daimler AG, ki je ob odprtju borze 28. julija 2005 znašala 36,50 EUR, se je najprej povečala na 40,40 EUR, nato pa še na 42,95 EUR.

26. Številni vlagatelji, ki so svoje delnice prodali pred dvigom vrednosti, do katerega je prišlo po objavi novice o umiku g. Schremppa konec leta 2005, so vložili tožbo za povrnitev utrpljene škode, v kateri so trdili, da je bilo zadevno obvestilo objavljeno prepozno.

27. Oberlandesgericht Stuttgart je z odločbo z dne 15. februarja 2007, izdano v vzorčnem postopku, presodilo, da je v tem primeru notranja informacija nastala šele v trenutku sklepa nadzornega sveta z dne 28. julija 2005, okoli 9.50, in da je bila pravočasno objavljena.

28. Bundesgerichtshof je s sklepom z dne 25. februarja 2008 razveljavilo to odločbo in zadevo vrnilo v ponovno odločanje Oberlandesgericht Stuttgart.

29. Oberlandesgericht je z odločbo z dne 22. aprila 2009 ponovno zavrnilo odškodninski zahtevek in potrdilo, da med 17. majem 2005 in sprejetjem sklepa nadzornega sveta z dne 28. julija 2005 ni nastala notranja informacija o tem, da je g. Schrempp predsedniku nadzornega sveta napovedal enostranski odstop s položaja.

30. Če je tu upoštevno, Oberlandersgericht Stuttgart pri izdaji odločbe – med drugim – notranjih informacij ni presojalo v različnih vmesnih fazah, ki so na koncu pripeljale do sporazumnega odstopa g. Schremppa in njegove zamenjave z g. Zetschejem, ker razumni vlagatelj uresničitve namere o odstopu, ki jo je izrazil g. Schrempp, čeprav bi lahko vplivala na tečaj delnic, ne bi mogel šteti za dovolj verjetno.

31. Bundesgerichtshof, ki ponovno odloča o zadevi v pritožbenem postopku zoper zadnjo odločbo Oberlandersgericht, je menilo, da obstaja vprašanje o razlagi direktiv 2003/6 in 2003/124 in je Sodišču v predhodno odločanje predložilo ti vprašanji:

„1. Ali je pri časovno razpetem dogajanju, pri katerem se v več vmesnih fazah uresniči neka okoliščina ali povzroči neki dogodek, uporaba člena 1, prvi odstavek, točka 1, Direktive 2003/6 in člena 1(1) Direktive 2003/124 odvisna le od tega, ali je treba to prihodnjo okoliščino ali prihodnji dogodek šteti za informacijo, ki je natančna, v smislu teh določb in v skladu s tem preizkusiti, ali se lahko razumno pričakuje, da bo ta prihodnja okoliščina ali prihodnji dogodek nastopil v prihodnje, ali pa lahko pri takem časovno razpetem dogajanju tudi vmesne faze, ki že obstajajo ali so nastopile in ki so povezane z uresničitvijo prihodnjih okoliščin ali dogodkov, pomenijo informacije, ki so natančne, v smislu navedenih določb?

2. Ali je za „razumno pričakovanje“ v smislu člena 1(1) Direktive 2003/124 potrebna ugotovitev pretežne ali večje verjetnosti ali pa je okoliščine, glede katerih se lahko razumno pričakuje, da bodo nastale v prihodnje, ali dogodke, glede katerih se lahko razumno pričakuje, da bodo

nastopili v prihodnje, treba razumeti tako, da je stopnja verjetnosti odvisna od obsega učinkovanja na izdajatelje in da ob večji verjetnosti vplivanja na cene zadostuje, da je nastop prihodnjih okoliščin ali dogodkov negotov, vendar ne malo verjeten?“

IV – Postopek pred Sodiščem

32. Tožeča stranka v postopku v glavni stvari, družba Daimler AG, intervenient v postopku, portugalska, češka, estonska, belgijska, britanska in italijanska vlada ter Komisija so predložili pisna stališča.

33. Tožeča stranka v postopku v glavni stvari, družba Daimler AG, intervenient, portugalska, estonska in britanska vlada ter Komisija so se udeležili obravnave 2. februarja 2012.

V – Prvo vprašanje za predhodno odločanje

34. Bundesgerichtshof s prvim vprašanjem za predhodno odločanje v bistvu sprašuje Sodišče, ali je treba med novice, ki jih morajo izdajatelji finančnih instrumentov objaviti, ker spadajo v pojem notranje informacije iz člena 1, prvi odstavek, točka 1, Direktive 2003/6 in člena 1(1) Direktive 2003/124, šteti tudi novice v zvezi s posebnimi dogodki, ki pripeljejo do uresničitve t. i. časovno razpetega dogajanja in so torej vzročno potekali pred nastopom prihodnje okoliščine ali dogodka, kot je navedeno v navedenih direktivah, če bi te novice lahko pomembno vplivale na cene teh finančnih instrumentov ali na cene izvedenih finančnih instrumentov.

35. Iz pregleda zadevne ureditve je razvidno, da je kot notranje informacije mogoče, če so izpolnjeni še preostali pogoji, omenjeni v direktivah 2003/6 in 2003/124, opredeliti tudi informacije v zvezi z vmesnimi fazami postopka, ki pripelje do nastopa prihodnjih okoliščin in dogodkov, ki bi lahko pomembno vplivali na cene finančnih instrumentov ali na cene izvedenih finančnih instrumentov, ki jih urejata navedeni direktivi, in ne le prihodnjih okoliščin in dogodkov, ki lahko hipotetično nastanejo.

36. Prvič, člen 1, prvi odstavek, točka 1, Direktive 2003/6 v skladu z uvodno izjavo 16 te direktive opredeljuje pojem notranje informacije in najprej poudarja dejstvo, da mora biti novica, da jo lahko opredelimo za tako, natančna[5] in da mora, poleg tega, da ni javno objavljena, biti takšna, da lahko, če se razkrije, pomembno vpliva na cene finančnih instrumentov ali na cene z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov.

37. Iz tega izhaja, da se ne zahteva, da je dejstvo, ki se objavi, odločilno ali da ni *a priori* izključen pomen okoliščin, ki nastopijo med postopkom, ki se odvija v več časovnih fazah, ampak je zgolj določeno, da se javnosti razkrijejo vse novice, ki so, očitno tudi v okviru časovno razpetega dogajanja, natančne in lahko, če se razkrijejo, pomembno vplivajo na cene finančnih instrumentov ali na cene z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov.

38. Glede vprašanja, ali je novico treba razkriti, ni pomembna njena časovna umestitev v procesu, v katerem pride do dogodka, ampak njena natančnost, ki je, poleg tega da novica ni objavljena, takšna, da pomembno vpliva na tržne cene.

39. Ugotoviti je namreč treba, da na vrednost finančnih instrumentov, ki jih izda gospodarski subjekt, ne vpliva nujno le en dejavnik, ampak je lahko odvisna od več dejstev, ki so pogosto časovno razporejena.

40. V členu 1(1) Direktive 2003/124 sta ob upoštevanju natančne informacije poleg posameznih dogodkov, do katerih je prišlo, omenjeni tudi „serija okoliščin, za katere se lahko razumno pričakuje, da bodo nastale v prihodnje“, in informacija, ki je „dovolj določna, da omogoči oblikovanje zaključkov o možnem vplivu te serije okoliščin“.

5 — Ta pojem bom podrobneje opredelil pri obravnavi drugega vprašanja za predhodno odločanje.

41. Na tak način je bil s tem členom dan poudarek tudi posameznim fazam, ki vodijo k spremembi časovno razpetega dogajanja, da bi se ugotovilo, ali je nastala obveznost razkritja, saj enako obravnava tako posamezne dogodke in vse okoliščine, ki lahko nastanejo pred njimi, kot tudi že obstoječe in prihodnje okoliščine, poleg tega pa je bila tako prvim kot drugim pripisana enaka teža.

42. Enako je bilo storjeno tudi s členom 2(3) Direktive 2003/124, v skladu s katerim je treba vse pomembne spremembe, ki zadevajo javnosti že razkrito notranjo informacijo, javnosti razkriti takoj po nastanku teh sprememb, in sicer po istem kanalu, kot je bil uporabljen za razkritje prvotne informacije javnosti.

43. Te ugotovitve so dodatno potrjene s členom 3 Direktive 2003/124, ki v skladu z uvodno izjavo 5 iste direktive in ob izvajanju člena 6(2) Direktive 2003/6 med pravnimi interesi za odložitev razkritja notranjih informacij javnosti navaja vrsto okoliščin, ki se v pretežnem delu jasno nanašajo na primere posameznih faz časovno razpetega dogajanja, kot so pogajanja v teku ali pa sprejete odločitve ali pogodbe, sklenjene s strani poslovodnega organa izdajatelja, za katere je potrebna odobritev drugega organa izdajatelja, da postanejo veljavne, če organiziranost takega izdajatelja zahteva ločitev med tema organoma.

44. Dejstvo, da Direktiva 2003/124 dovoljuje izdajateljem, da javnosti ne razkrijejo okoliščin, ki pomenijo vmesne faze postopka, ki bi se hipotetično lahko spremenil v prihodnosti (v izključno omenjenih primerih, ko bodo pogajanja uspešno zaključena ali ko bo sprejete odločitve in pogodbe, ki jih je sklenil poslovodni organ izdajatelja, odobril drug organ izdajatelja), dokazuje, da je tovrstne novice običajno treba razkriti, če so izpolnjeni preostali pogoji, navedeni v obravnavanih direktivah.

45. Za razlago koncepta notranje informacije, ki ne dopušča, da se kot taka, če so izpolnjeni tudi drugi pogoji, omenjeni v direktivah 2003/6 in 2003/124, opredeli tudi informacija v zvezi z okoliščinami, ki pomenijo vmesne faze postopka, ki bi se hipotetično lahko spremenil le v prihodnosti, torej ni mogoče najti formalne utemeljitve v besedilu zadnjenavedenih direktiv.

46. Ugotovitve o cilju direktiv 2003/6 in 2003/124 in o instrumentih, ki jih ti določata za uresničitev tega cilja, ne omogočajo drugačnega stališča.

47. Ta cilj, prvič, izhaja iz uvodnih izjav 2 in 12 Direktive 2003/6, v katerih je pojasnjeno, da zakonodaja zoper zlorabo trga, v katero sta vključena trgovanje na podlagi notranjih informacij in tržna manipulacija, sledi cilju zagotoviti integriteto finančnih trgov Skupnosti in povečati zaupanje vlagateljev v te trge, ki sta elementa, ki pomenita prvi pogoj za gospodarsko rast in blaginjo.

48. Kot izhaja iz uvodne izjave 24 Direktive 2003/6, je takojšnje in pošteno razkrivanje informacij javnosti primerno sredstvo za povečanje integritete trga, medtem ko je, nasprotno, selektivno razkrivanje s strani izdajateljev navedeno kot morebiten vzrok za izgubo zaupanja vlagateljev v integriteto finančnih trgov.

49. Sodišče je, kot je razvidno predvsem iz točk 47 in 48 sodbe Spector Photo Group-Van Raemdonck [6], v kateri je to potrdilo, da je cilj Direktive 2003/6 zagotovitev integritete finančnih trgov in povečanje zaupanja vlagateljev, pojasnilo, da to zaupanje temelji zlasti na zagotovilu, da bodo sami vlagatelji postavljeni v enakopraven položaj in zaščiteni pred nezakonito uporabo notranjih informacij.

50. V zvezi s tem je Sodišče še pojasnilo, da je namen prepovedi trgovanja z notranjimi informacijami preprečiti, da tisti, ki ima zaupne informacije, teh ne izkoristi v škodo tistih, ki z njimi niso seznanjeni, [7] ne da bi prišlo do enakih tveganj na podlagi neenake obveščenosti v njegovo korist.

6 — Sodba z dne 23. decembra 2009 (C-45/08, ZOdl., str. I-12073, točke 37, 47, 61 in 62), v kateri so povzete že navedene ugotovitve v sodbah z dne 10. maja 2007 v zadevi Georgakis (C-391/04, ZOdl., str. I-3741, točka 38) in z dne 22. novembra 2005 v zadevi Grøngaard-Bang (C-384/02, ZOdl., str. I-9939, točki 22 in 33).

7 — Sodba Spector Photo Group-Van Raemdonck (točki 47 in 48).

51. Zato ne bi bilo v skladu s ciljem Direktive 2003/6 in z instrumenti, ki jih ta uvaja za uresničitev tega cilja ter ki so bolje opredeljeni v točkah 47 in 48 teh sklepnih predlogov in poudarjeni v sodbi Spector Photo Group-Van Raemdonck, če bi v zvezi s tem primerom sprejeli razlago pojma notranja informacija, ki dopušča imetnikom, da ne razkrijejo zaupnih informacij, ki so povezane z nastopom prihodnjih okoliščin, ki lahko vplivajo na vrednost delnic.

52. Tako bi se namreč preprečilo, da se javnosti takoj in pošteno razkrijejo informacije, ki lahko vplivajo na finančne trge, in naj ne bi bila zagotovljena njihova integriteta niti zaupanje vlagateljev, ker je običajno prav uporaba novic, ki nakazujejo nastanek prihodnjih dogodkov, ki bi lahko vplivali na tečaj delnic, značilna za zlorabo notranjih informacij, ki jo prepoveduje zadevna zakonodaja.

53. Ker je cilj direktiv 2003/6 in 2003/124 zagotoviti integriteto trga in zaupanje vlagateljev, je tem treba dovoliti – potem ko so pridobili in ocenili vse upoštevne informacije, ki bi lahko vplivale na borzno vrednost – da se sami odločijo in prevzamejo posledične odgovornosti.

54. Zato je treba zavrniti razlago pojma notranje informacije, ki bi ob upoštevanju tesne zveze med tem pojmom in prepovedjo trgovanja na podlagi notranjih informacij razširila okvir informacij, ki niso za objavo, in zmanjšala število zlorab, ki jih prepovedujeta direktivi 2003/6 in 2003/124.

55. Odbor evropskih regulativnih organov s področja vrednostnih papirjev (t. i. CESR[8]) je zato v smernicah za uporabo Direktive 2003/6 iz julija 2007[9] v točki 1.6 potrdil, da če se informacija nanaša na postopek, ki se odvija v več fazah, je mogoče vsako od teh faz – tako kot celoten postopek – opredeliti kot natančno informacijo (*if the information concerns a process which occurs in stages, each stage of the process as well as the overall process could be information of a precise nature*), v točki 1.7 pa potrdil, da poleg tega ni nujno, da je informacija popolna, da se lahko šteje za natančno (*In addition, it is not necessary for a piece of information to be comprehensive to be considered precise*).

56. Zato s tem končujem obravnavo prvega vprašanja za predhodno odločanje in Sodišču predlagam, naj nanj odgovori, da je treba člen 1, prvi odstavek, točka 1, Direktive 2003/6 in člen 1(1) Direktive 2003/124 razlagati tako, da je pri dogajanju, pri katerem se v več vmesnih fazah uresniči neka okoliščina ali nastane neki dogodek (t. i. časovno razpeto dogajanje), mogoče za natančne informacije, ki so torej notranje informacije – če so izpolnjeni vsi dodatni pogoji, navedeni v omenjenih direktivah – šteti tudi novice o dejstvih, ki se nanašajo na vmesne faze, ki že obstajajo ali so nastopile in so povezane z uresničitvijo prihodnjih okoliščin ali dogodkov.

VI – Drugo vprašanje za predhodno odločanje

57. Z drugim vprašanjem za predhodno odločanje Bundesgerichtshof v bistvu postavlja Sodišču medsebojno tesno povezani vprašanji in predlaga, naj:

(a) najprej pojasni, ali je za pojem „razumno pričakovanje“ v smislu člena 1(1) Direktive 2003/124 potrebna ugotovitev pretežne ali večje verjetnosti;

(b) nato pa pojasni, ali je treba okoliščine, glede katerih se lahko razumno pričakuje, da bodo nastale v prihodnje, ali dogodke, glede katerih se lahko razumno pričakuje, da bodo nastopili v prihodnje, treba razumeti tako, da je stopnja verjetnosti odvisna od obsega učinkovanja na izdajatelje in da ob večji verjetnosti vplivanja na cene zadostuje, da je nastop prihodnjih okoliščin ali dogodkov malo verjeten, čeprav negotov.

8 — S 1. januarjem 2011 ga je nadomestil Evropski organ za vrednostne papirje in trge.

9 — Gre za drugi niz smernic in informacij o skupni uporabi Direktive o trgu (*second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*).

58. Prvo od obeh vprašanj, navedenih v točki 57, je pomembno za rešitev spora, ki poteka pri nacionalnem sodišču, ker naj bi ugotovili, kdaj je za uporabo člena 1(1) Direktive 2003/124 – če obstaja časovno razpeto dogajanje, kot je to, ki se obravnava v tem primeru – mogoče pričakovati, da bi se dogodek, ki je nastal pred zaupno novico, lahko dejansko uresničil.

59. Če se namreč zahteva visoka ali večja verjetnost nastanka dogodka (to tezo v bistvu podpira Oberlandesgericht Stuttgart), bi okoliščino o načrtovanem odstopu g. Schremppa morali objaviti šele po tem, ko bi njegov odstop sprejel nadzorni svet, ki je v zvezi s tem razpravljal 28. julija 2005, oziroma ko ga je 27. julija 2005 odobrilo predsedstvo, ki je nadzornemu svetu 28. julija 2005 predlagalo, naj glasuje za predlog g. Schremppa.

60. Le na podlagi teh sklepov bi bilo legitimno šteti novico o zamenjavi g. Schremppa za natančno in zato naj družba Daimler AG ne bi bila dolžna predhodno seznaniti javnosti o potekajočem notranjem postopku.

61. Drugače bi bilo, če bi šteli, da za nastanek notranje informacije zadošča, da nastanejo dejstva, zaradi katerih je prihodnji dogodek verjeten, čeprav negotov.

62. V skladu z navedbami predložitvenega sodišča bi v takem primeru, tudi ob upoštevanju občutnih sprememb cen vrednostnih papirjev po objavi zamenjave g. Schremppa, notranja informacija lahko nastala že takrat, ko je ta 17. maja 2005 predsednika nadzornega sveta obvestil o svojem namenu, da konec leta zapusti položaj; zato bi morali delničarje, kot je M. Geltl, obvestiti tistega dne, ko se je to zgodilo, da bi razumno prodali svoje delnice po višji ceni, kot so jih dejansko prodali, ali pa bi jih zadržali.

63. V uvodu je treba opozoriti, da bi bili dvomi nacionalnega sodišča lahko odvisni od besedila nemške različice člena 1(1) Direktive 2003/124, v kateri je v zvezi z nastankom prihodnjih okoliščin ali dogodkov navedeno merilo „zadostna verjetnost“ („[…] *man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann*“) in ki se s tem razlikuje od večine preostalih jezikovnih različic tega člena[10], v katerih je, nasprotno, navedeno predvsem merilo „razumnega pričakovanja“.

64. Zato menim, da razlage člena 1(1) Direktive 2003/124 – v nasprotju z razlago nacionalnega sodišča in večine strank, ki so predložile stališča v tem postopku – ni treba izključno osredotočiti na merilo „verjetnosti“.

65. Kot je na obravnavi pravilno izpostavila tudi estonska vlada, se namreč v skladu z ustaljeno sodno prakso formulacija določbe prava Unije, ki se uporablja v eni od jezikovnih različic, ne more uporabljati kot edina podlaga za razlago te določbe oziroma ne more imeti prednosti pred drugimi jezikovnimi različicami, ker tak pristop ne bi bil združljiv z zahtevo po enotni uporabi prava Unije[11].

66. Za odgovor na prvo zadevno vprašanje je treba upoštevati, da pojem, ki ga je treba pojasniti v tem sporu, vsebujeta direktivi, ki urejata ravnanje z notranjimi informacijami in njihovo razkritje javnosti.

67. To pomeni, da je treba pojem „razumno“ razumeti v njegovem razmerju do vseh preostalih dejavnikov, na podlagi katerih je mogoče novico opredeliti za notranjo.

68. Prvič, upoštevati je treba, da je na podlagi člena 1(1) Direktive 2003/124 obravnavani pojem vključen v sobesedilo, v katerem je določeno, da se informacija šteje za natančno, če sta hkrati izpolnjeni ti zahtevi:

(a) če navaja serijo okoliščin, ki že obstajajo ali za katere se lahko razumno pričakuje, da bodo nastale v prihodnje, ali dogodek, ki je že nastopil ali za katerega se lahko razumno pričakuje, da bo nastopil v prihodnje;

10 — Glej predvsem francosko („*on peut raisonnablement penser*“), angleško („*may reasonably be expected*“), italijansko („*si possa ragionevolmente ritenere*“), špansko („*pueden darse razanablemente*“), nizozemsko („*waarvan redelijkerwijze mag worden aangnomen*“), malteško („*b'mod raġjonevoli jiġi*“), romunsko („*există motive raționale de a crede*“), estonsko („*mõistliku eelduse kohaselt*“), finsko („*kohtuudella olettaa toteutuvan*“), latvijsko („*ir pamats uzskatīt*“), švedsko („*rimligtvis*“), poljsko („*uzasadniony przewidywać*“), slovaško („*odôvodnene predpokladať*“) in portugalsko različico („*razoavelmente previsíveis*“).

11 — Glej v tem smislu sodbi z dne 25. marca 2010 v zadevi Helmut Müller (C-451/08, ZOdl., str. I-2673, točka 38) in z dne 3. marca 2011 v zadevi Komisija proti Nizozemski (C-41/09, še neobjavljena v ZOdl., str. I-831, točka 44).

(b) če je ta informacija dovolj določna, da omogoči oblikovanje sklepov o mogočem vplivu te serije okoliščin ali tega dogodka na cene finančnih instrumentov ali na z njimi povezane izvedene finančne instrumente.

69. Pojem „razumno pričakovanje“ je torej, čeprav je določen v okviru prvega pogoja iz člena 1(1) Direktive 2003/124 (točka 68(a) teh sklepnih predlogov), treba presoditi skupaj z drugim pogojem iz člena 1(1) Direktive 2003/124 – čeprav se logično medsebojno razlikujeta – in ne ločeno od njega, torej skupaj z možnostjo, da se zaradi zadostne določnosti informacije lahko sklepa o mogočem vplivu te serije okoliščin ali tega dogodka na cene finančnih instrumentov ali na z njimi povezane izvedene finančne instrumente (točka 68(b) teh sklepnih predlogov).

70. Vsakemu od teh pogojev se lahko v primerjavi z drugim pripiše večja teža, tudi v okviru morebitnega tehtanja samih pogojev, če nobeden od njiju ni povsem izpolnjen, tako da je v zvezi s pojmom „razumno pričakovanje“ vsaj verjetno, da se bosta zadevna okoliščina ali dogodek zgodila, in informacija ohrani takšno minimalno določnost, ki dopušča, da se novica opredeli za natančno.

71. Poleg tega je treba koncept razumnosti, ki ga je treba uporabiti v primeru, kot je obravnavani [12], opredeliti tako, da se upošteva t. i. razumnega vlagatelja (ki je izrecno omenjen v členu 1(2) Direktive 2003/124), to je vlagatelja, ki novice v zvezi z nastopom prihodnjih okoliščin ali dogodkov ocenjuje po objektivnem merilu razumnosti in ne sledi zgolj špekulativnim ciljem.

72. Glede na navedene preudarke o tesni povezanosti [13] prve in druge zahteve iz člena 1(1) Direktive 2003/124 [14] in kontekst, v katerem ta uporablja pojem razumnega vlagatelja, je treba šteti, da obstaja natančna informacija in da je torej izpolnjen zadevni pogoj razumnosti, kadar bi takšna informacija, če bi bila znana vlagatelju, lahko vplivala na njegovo odločitev in bi jo ta štel za kazalec verjetnosti nastopa dogodka ali celote okoliščin [15] in za dovolj konkretno, da bi lahko na njeni podlagi sklepal o mogočem vplivu na gibanje obravnavanih finančnih instrumentov ali z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov.

73. Direktiva 2003/124 določa le minimalni zahtevi, brez katerih novice ni mogoče opredeliti za natančno, in za razlago pojma „razumno pričakovanje“ ne zahteva niti visoke stopnje verjetnosti nastopa okoliščine *de qua* niti tega, da je informacija tako natančna, da se lahko na njeni podlagi zanesljivo ali skoraj zanesljivo sklepa o mogočem vplivu na gibanje obravnavanih finančnih instrumentov ali z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov [16].

74. Kot je razvidno iz določbe uvodne izjave 1 Direktive 2003/124, bo zadevni vlagatelj svoje naložbene odločitve oblikoval na podlagi že razpoložljivih informacij, to pomeni na podlagi predhodno razpoložljivih informacij, in upošteval pričakovani vpliv informacije z vidika vseh dejavnosti, povezanih z izdajateljem, zanesljivosti vira informacij in, splošneje, drugih tržnih spremenljivk, ki bi lahko vplivale na zadevni finančni instrument ali izvedeni finančni instrument, povezan z njim v danih okoliščinah [17].

12 — S tem da iz razlogov, navedenih v točkah od 68 do 70 teh sklepnih predlogov, izhaja, da se informacija opredeli za natančno.

13 — Ta povezanost se kaže v dejstvu, da razumni vlagatelj med elementi, ki jih mora upoštevati pri lastnih naložbenih odločitvah, nujno kar najbolj upošteva prav možnost, da sklepa o učinku teh okoliščin in dogodkov na gibanje finančnih instrumentov.

14 — Navedeni v točki 68 teh sklepnih predlogov.

15 — Na tak način je sprejeto merilo, ki je zelo podobno t. i. merilu *total mix*, ki je bilo razčlenjeno v doktrini in sodni praksi Združenih držav Amerike, z edino temeljno razliko, da zadevna novica lahko pomeni tudi enega od dejavnikov, ki lahko vplivajo na vlagatelja.
V skladu s sodno prakso vrhovnega sodišča Združenih držav (ki se je leta 1976 ukvarjalo z vprašanjem v zadevi TSC Industries, Inc. proti Northway, Inc., 426 U.S. 438, 1976) je informacijo treba šteti za notranjo in torej *material*, to pomeni, da prinaša korist, kadar je v bistvu verjetno, da bi jo razumni vlagatelj, če bi mu bila znana, štel za dejavnik, ki je pomembno spremenil vse (*total mix*) razpoložljive informacije (*there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the total mix of information made available*).

16 — Novica tako ne bo natančna, če se bo dogodek na podlagi merila razumnosti štel za neverjeten ali malo verjeten, ker ni podana razumnost *de qua*, saj je na primer ta novica ostala na ravni navadnih govoric (*rumeurs*) oziroma je premalo specifična, da bi se na podlagi nje lahko sklepalo o mogočem vplivu na gibanje obravnavanih finančnih instrumentov ali z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov.

17 — Estonska vlada je na primer na obravnavi omenila pravni okvir, poslovne prakse in ravnanja lokalnih vlagateljev (v obravnavanem primeru se je sklicevala na nemški trg).

75. V uvodni izjavi 2 Direktive 2003/124 je dalje pojasnjeno, da se naknadne informacije lahko uporabijo le za preverjanje domneve, da je bila predhodna informacija cenovno občutljiva.

76. Predhodna presoja informacije ima pomembno funkcijo tako v korist vlagateljev, ki jih postavlja v položaj formalne enakosti, kot v korist samih *insider trader*, ker na tak način lahko usmerjajo svoja ravnanja in bolje ter zakonito delujejo na trgu, saj se lahko predhodno seznanijo z vsebino prepovedanih ravnanj in se izognejo ustreznim sankcijam [18], medtem ko ima naknadna presoja drugačno vlogo, saj se z njo le potrdi predhodna presoja.

77. Gospodarski subjekti morajo to ugotoviti v vsakem posameznem primeru (estonska vlada je na primer na obravnavi poudarila, da je mogoče upoštevati tudi velikost upoštevnega trga) in nikakor ni mogoče razumnega vlagatelja in koncepta razumnosti opredeliti tako, da bi veljala za vse mogoče primere.

78. Sodišče bo moralo v primeru spora odločiti, ali obstajajo obveznosti, da imetniki objavijo informacije, pri tem pa bo uporabilo zgoraj navedeni merili.

79. Vprašati se bo torej moralo, ali bi razumni vlagatelj na podlagi predhodno razpoložljivih informacij [19] novico ocenil, kot da nakazuje na verjetnost nastopa dogodka ali celote okoliščin in da je dovolj konkretna, da je mogoče na njeni podlagi sklepati o mogočem vplivu na gibanje obravnavanih finančnih instrumentov ali z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov.

80. Zakonodajalec Unije se je zavestno odločil za koncept razumnosti, in ne za koncept verjetnosti ali možnosti, prav z namenom, da potrdi, da je treba pri opredelitvi notranjih informacij in pri tem, da se jih razlikuje od tistih, ki to niso, nameniti posebno pozornost vsem okoliščinam vsakega konkretnega primera.

81. V nasprotju s trditvami nekaterih strank (na primer Komisije) zlasti za odločitev v primerih, kot je obravnavani, nič ne koristi, da se na abstraktni ravni določi konkreten odstotkovni prag, pod katerim ni mogoče šteti, da bo dogodek razumno nastopil [20].

82. Direktivi dejansko zahtevata le, da je notranja informacija natančna, v njiju pa je navedeno namerno splošno merilo razumnosti, ki ga je treba uporabiti, vendar ne zgolj z enostavnim izračunom odstotka statističnega nastopa dogodka, temveč z bolj razčlenjeno in celovitejšo presojo [21].

83. Ta presoja bo temeljila na predhodnih podobnih izkušnjah in bo usmerjena k ugotovitvi, ali se na splošno razumno pričakuje nastop tega dogodka in torej ali bi razumni vlagatelj presojal morebitnost nastanka tega dogodka, glede na pričakovani vpliv informacij z vidika vseh dejavnosti, povezanih z izdajateljem, zanesljivosti vira informacij in drugih tržnih spremenljivk, ki bi lahko vplivale na zadevni finančni instrument ali izvedeni finančni instrument, povezan z njim v danih okoliščinah.

84. Teh ugotovitev ne omajajo navedbe, ki jih je družba Daimler AG podala v svojih stališčih.

18 — Glede navedb, ki jih je družba Daimler AG na obravnavi podala v zvezi s tveganji, ki naj bi na kazenskem področju izhajala iz sprejetja preveč širokega pojma notranje informacije, je treba poudariti, da – kolikor je tu upoštevno – prav sistem predhodne presoje novice zagotavlja ustrezno določnost institutov, ki so predmet teh direktiv, in posredno nacionalnih kaznovalnih določb, ki jih je treba sprejeti. Poudariti je še treba, da pa imajo države članice v skladu s členom 14 Direktive 2003/6 možnost, in ne obveznost, da določijo kazenske sankcije, saj so edine odgovorne, da zagotovijo, da se lahko v skladu z nacionalnim pravom izrečejo ustrezni upravni ukrepi ali upravne kazni proti odgovornim osebam, če se ne uskladi z določbami, sprejetimi za izvajanje navedene direktive. Predmet te direktive je v bistvu civilistične narave, zato vprašanja o načinih določitve morebitnih kazenskih določb na tem področju zadevajo države članice in jih je treba rešiti v skladu z njihovim nacionalnim pravom.

19 — Kot je bolje navedeno v točki 74 teh sklepnih predlogov.

20 — Kot je estonska vlada opozorila na obravnavi, na tak način ne bi bila zagotovljena potrebna diskrecijska pravica za upoštevanje okoliščin konkretnega primera.

21 — Estonska vlada je na obravnavi poudarila, da se je pri pripravi zadevnih direktiv zavestno odločilo za izbiro prožnega besedila, ne da bi se določili odstotki in stroga merila presoje.

85. Družba Daimler AG predvsem oporeka [22] razlagi sodbe Spector Photo Group-Van Raemdonck [23], ki jo je izpostavilo predložitveno sodišče, v skladu s katero „je *insider* verjetno izpostavljen manjšim tržnim tveganjem v primerjavi z vlagateljem, ki se še ni seznanil z namero povzročiti določene okoliščine ali določene dogodke niti z začetkom postopka odločanja“ [24].

86. Družba Daimler AG trdi, da predložitveno sodišče, ko je štelo, da ni potrebna visoka verjetnost nastopa obravnavanega dogodka, ni pravilno uporabilo načel, ki jih je mogoče izpeljati iz zgoraj omenjene sodbe, ker svojih ugotovitev ni oprlo na abstraktno dolžno ravnanje razumnega vlagatelja, ampak na ravnanje vlagatelja, ki je deloval s špekulativnimi nameni, čeprav Direktiva 2003/6, po mnenju družbe Daimler AG, ščiti razumnega vlagatelja in ne obravnava preprečevanja špekulativnih ravnanj [25].

87. V zvezi s tem družba Daimler AG zatrjuje, da imetniki notranjih informacij ravnajo drugače kot običajni razumni vlagatelji, tudi zato, ker naj bi bili prisiljeni delovati iz drugačnih razlogov in na drugačen način, saj zlasti prvi zgolj zaradi špekulativnih namenov lažje kot drugi upoštevajo tudi neverjetne dogodke.

88. S temi preudarki se ne strinjam, ker temeljijo na razlagi sodne prakse Sodišča in zadevnih predpisov, ki ne ustrezajo cilju, ki mu sledita zadevni direktivi.

89. Kot sem že navedel v točki 49 teh sklepnih predlogov, je bilo v sodbi Spector Photo Group-Van Raemdonck [26] pojasnjeno, da je cilj Direktive 2003/6 zagotavljati integriteto finančnih trgov in povečati zaupanje vlagateljev, ki temelji zlasti na zagotovilu, da bodo ti postavljeni v enakopraven položaj in zaščiteni pred nezakonito uporabo notranjih informacij s strani oseb, ki imajo te informacije, v škodo tistih, ki z njimi niso seznanjeni.

90. Absolutno se torej želi izogniti temu, da imetnik notranje informacije, ki je v ugodnejšem položaju kot preostali subjekti na trgu, ki te informacije ne poznajo, pridobi korist od gospodarskih transakcij, izvedenih na podlagi novice *de qua*, in to brez enakega tveganja, kot ga imajo preostali morebitni vlagatelji [27].

91. Iz tega sledi, da v nasprotju s trditvami družbe Daimler AG niso pomembne hipotetične psihološke in vedenjske razlike, ki obstajajo med imetniki notranjih informacij, ki bi lahko dajali prednost le špekulativnim naložbam, in razumnimi vlagatelji, saj morajo biti vsi, ne glede na vse obstoječe medsebojne razlike, v absolutno enakem položaju, da se zagotovi integriteta finančnih trgov in okrepi zaupanje vlagateljev.

92. Obravnavani direktivi torej prepovedujeta zlorabo notranjih informacij, da se zaščiti integriteta finančnih trgov in okrepi zaupanje vlagateljev, in za dosego tega cilja ni mogoče sprejeti razlage koncepta razumnosti v smislu večje verjetnosti, ki bi konkretno omogočala, da se ne razkrijejo informacije, ki pogosto nakazujejo obris prihodnjih dogodkov, ki lahko vplivajo na tečaj delnic, in tako dajala prednost visoko špekulativnim transakcijam na podlagi trgovanja z notranjimi informacijami.

93. Prav tako ni mogoče upoštevati predvidenega tveganja za *information overload* [28], do katerega bi prišlo, če bi bil kapitalski trg – če bi bila sprejeta preširoka razlaga pojma notranja informacija – preplavljen s toliko manj zanesljivimi novicami, da bi zavedle subjekte, ki delujejo na trgu.

22 — Točka 153 vloge družbe Daimler AG.

23 — Navedena v opombi 6.

24 — Glej točko 20 predložitvenega sklepa.

25 — Točka 154 vloge družbe Daimler AG.

26 — Navedena v opombi 6 (točka 47).

27 — Točka 50 teh sklepnih predlogov.

28 — Glej točko 168 vloge družbe Daimler AG.

94. Sistem, ki je bil uveden z direktivama 2003/6 in 2003/124, namreč želi vsem vlagateljem omogočiti, da se sami odločijo ter prevzamejo za to odgovornost, kljub morebitni napačni odločitvi, po tem, ko prejmejo in ocenijo vse upoštevne informacije, ki lahko vplivajo na tržno ceno, zato je treba v primerih dvoma dati prednost razlagi zadevnih direktiv, ki razširja, in ne zmanjšuje količine informacij, ki jih je treba objaviti.

95. Zato Sodišču predlagam, naj na prvo podvprašanje v okviru drugega vprašanja za predhodno odločanje odgovori, da:

— pojem „razumno pričakovanje“ iz člena 1(1) Direktive 2003/124 ne zahteva, da je verjetnost nastopa zadevnega dogodka ali okoliščin pretežna ali večja;

— sistem, ki je bil uveden z direktivama 2003/6 in 2003/124, zahteva le, da mora biti, ker nobeden od elementov iz člena 1(1) Direktive 2003/124 v celoti ne manjka, informacija natančna na podlagi predhodno izvedene presoje z uporabo meril pričakovanega vpliva informacij z vidika vseh dejavnosti, povezanih z izdajateljem, zanesljivosti vira informacij in drugih tržnih spremenljivk, ki bi lahko vplivale na zadevni finančni instrument ali izvedeni finančni instrument, povezan z njim v danih okoliščinah.

96. Dalje, predložitveno sodišče je z drugim podvprašanjem drugega vprašanja za predhodno odločanje natančneje želelo izvedeti, ali je treba okoliščine, glede katerih se lahko razumno pričakuje, da bodo nastale v prihodnje, ali dogodke, glede katerih se lahko razumno pričakuje, da bodo nastopili v prihodnje, razumeti tako, da je stopnja verjetnosti odvisna od obsega učinkovanja na izdajatelje in da ob večji verjetnosti vplivanja na cene zadostuje, da je nastop prihodnjih okoliščin ali dogodkov malo verjeten, vendar ne negotov.

97. Za odgovor na to vprašanje je treba upoštevati dejstvo, da člen 1, prvi odstavek, točka 1, Direktive 2003/6 določa, da informacija postane notranja, če so poleg tega, da se nanaša na enega ali več izdajateljev finančnih instrumentov, izpolnjene tri zahteve:

(a) da je natančna;

(b) da ni objavljena;

(c) da bi lahko imela pomemben vpliv na cene teh finančnih instrumentov.

98. Ne glede na neobjavo, ki ni predmet tega postopka, sta dejstvi, da je informacija natančna in da bi lahko imela pomemben vpliv na cene teh finančnih instrumentov, temeljna dejavnika, na katerih temelji pojem notranje informacije [29], pri čemer prvi od njiju (točka 97(a) teh sklepnih predlogov) razkriva samo naravo novice, ki mora biti natančna, in je opredeljen v členu 1(1) Direktive 2003/124 [30], drugi (točka 97(c) teh sklepnih predlogov) pa se nanaša na zunanje vplive informacije, to pomeni njen mogoč učinek, in je predmet člena 1(2) Direktive 2003/124.

99. Soobstoj obeh navedenih dejavnikov in razmerje, v katerem eden prevlada nad drugim, je treba preučiti glede na naravo novice kot notranje [31].

100. Sodišču, ki odloča o sporu, se namreč ni treba vsakič zadržati pri posamezni zahtevi – glede na posamezne primere – o natančnosti novice ali o njenem mogočem učinku, saj je v celoti neodvisna od ugotovitve obstoja druge zahteve, ampak mora ugotoviti, ali gre za notranjo informacijo na podlagi celovite presoje vseh podatkov, ki jih ima na voljo.

29 — Kot izhaja iz uvodne izjave 3 Direktive 2003/124, na podlagi katere je pravno varnost tržnih udeležencev treba povečati z natančnejšo opredelitvijo dveh elementov, bistvenih za opredelitev notranje informacije, namreč natančnosti te informacije in pomembnosti mogočega učinka te informacije na cene finančnih instrumentov ali na z njimi povezane izvedene finančne instrumente.

30 — V skladu s členom 1(1) Direktive 2003/124 se informacija šteje za natančno:(a)če navaja serijo okoliščin, ki že obstajajo (ali dogodek, ki je že nastopil) ali za katere se lahko razumno pričakuje, da bodo nastale v prihodnje (ali – kar zadeva dogodek – bo nastopil v prihodnje);(b)če je dovolj določna, da omogoči oblikovanje zaključkov o mogočem vplivu vseh okoliščin ali tega dogodka na potek zadevnih finančnih instrumentov ali na z njimi povezane izvedene finančne instrumente.

31 — Kot sem opozoril v točki 98 teh sklepnih predlogov.

101. Navedena dejavnika, čeprav se medsebojno logično razlikujeta ob trenutku njune določitve, je treba obravnavati celostno, pri čemer lahko eden od obeh zadevnih pogojev dejansko prevzame večjo specifično težo v primerjavi z drugim [32], če drugi pogoj ni v celoti izpolnjen, in zato lahko informacija doseže takšno raven, da jo je mogoče po ustreznem tehtanju med natančnostjo novice in njenim mogočim učinkom šteti za notranjo.

102. Kar zadeva ta postopek, direktivi 2003/6 in 2003/124 namreč ne zahtevata niti – kot je bilo že navedeno – visoke verjetnosti nastopa okoliščine *de qua* niti dejanskega vpliva na ceno vrednostnih papirjev.

103. V skladu s sodbo Spector Photo Group-Van Raemdonck [33], v kateri so bili obravnavani cilji Direktive 2003/6, je treba dejstvo, da lahko neka informacija pomembno vpliva na ceno finančnih instrumentov, najprej obravnavati ob upoštevanju vsebine zadevne informacije in vseh okoliščin, za ugotovitev, ali je neka informacija notranja, pa ni treba preveriti, ali je njeno razkritje dejansko pomembno vplivalo na ceno finančnih instrumentov.

104. Obravnavana ureditev torej zgolj določa minimalni zahtevi, brez katerih novice ni mogoče opredeliti kot notranje.

105. V primeru, ki se obravnava v postopku v glavni stvari, bi do tega lahko prišlo, če bi se ugotovilo, da je nastanek dogodka neverjeten ali malo verjeten glede na merilo razumnosti, tako da novica ne bi bila dovolj natančna (in tako ne bi bil izpolnjen prvi pogoj) oziroma da verjetno ne bi mogla vplivati na gibanje cen (in tako ne bi bil izpolnjen drugi pogoj).

106. Iz tega sledi, da če ima informacija večjo moč vpliva na ceno vrednostnih papirjev, zadostuje, da nastop prihodnje okoliščine ali dogodka ni neverjeten ali je malo verjeten, čeprav negotov.

107. Na zadevno presojo vpliva obseg učinkovanja na izdajatelja [34], če spada med predhodno razpoložljive informacije, ker razumni vlagatelj oblikuje svoje odločitve na podlagi pričakovanega vpliva informacij z vidika vseh dejavnosti, povezanih z izdajateljem, zanesljivosti vira informacij in drugih tržnih spremenljivk, ki bi lahko vplivale na zadevni finančni instrument ali izvedeni finančni instrument, povezan z njim v danih okoliščinah.

108. Vsekakor se bodo lahko tudi naknadne informacije uporabile za preverjanje domneve, da je bila predhodna informacija cenovno občutljiva [35].

109. Zato Sodišču predlagam, naj na drugo podvprašanje, ki ga vsebuje drugo vprašanje za predhodno odločanje, odgovori, da:

— če ima informacija večjo moč vpliva na cene vrednostnih papirjev, zadostuje, da nastop prihodnje okoliščine ali dogodka ni neverjeten ali je malo verjeten, čeprav je negotov;

— učinkovanje na vlagatelja je pomembno, če gre za predhodno razpoložljive informacije, medtem ko se bodo lahko naknadne informacije uporabile za preverjanje domneve, da je bila predhodna informacija cenovno občutljiva.

32 — Poudariti je treba, da se je na obravnavi razpravljalo o vplivu, ki ga ima ameriška sodna praksa na ureditev Skupnosti (predvsem vrhovno sodišče Združenih držav Amerike v odločbi Basic Inc. proti Levinson, v 485 US, 224, 1988), ki ravnanje razumnega vlagatelja presoja po t. i. merilu *probability/magnitude* (ali verjetnost/teža), na podlagi katerega se teža informacije izračuna tako, da se tehta verjetnost (*probability*), da se dogodek uresniči, s pričakovano težo (*magnitude*) samega dogodka glede na vse dejavnosti družbe (*will depend at any given time upon a balancing of both the indicated probability that the event will occur and the anticipated magnitude of the event in light of the totality of the company activity*).
Ta sodna praksa bi lahko vplivala na sprejetje pojma razumnega vlagatelja in na oblikovanje uvodne izjave 1 Direktive 2003/124, v skladu s katero razumni vlagatelj oblikuje svoje naložbene odločitve na podlagi že razpoložljivih informacij, to pomeni na podlagi predhodno razpoložljivih informacij, zlasti „ob upoštevanju celote aktivnosti, povezani[h] z izdajateljem“, pri čemer je v tem napotilu izrecno navedeno zgoraj omenjeno razlogovanje ameriških sodišč (*in light of the totality of the company activity*).

33 — Navedena v opombi 6 (točka 69).

34 — V uvodni izjavi 1 Direktive 2003/124 je izrecno omenjen pričakovani vpliv informacij z vidika vseh dejavnosti, povezanih z zadevnim izdajateljem.

35 — Kot izhaja iz uvodne izjave 2 Direktive 2003/124.

VII – Predlog

110. Ob upoštevanju navedenih preudarkov zato Sodišču predlagam, naj na vprašanji, ki ju je postavilo Bundesgerichtshof, odgovori:

1. Člen 1, prvi odstavek, točka 1, Direktive 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 28. januarja 2003 o trgovanju z notranjimi informacijami in tržni manipulaciji (zloraba trga) in člen 1(1) Direktive Komisije 2003/124/ES z dne 22. decembra 2003 o izvajanju Direktive 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z opredelitvijo in razkritjem notranjih informacij javnosti ter opredelitvijo tržne manipulacije je treba razlagati tako, da je pri časovno razpetem dogajanju, pri katerem se v več vmesnih fazah uresniči neka okoliščina ali nastane neki dogodek (t. i. časovno razpeto dogajanje), mogoče za informacijo, ki je natančna in je torej notranja informacija – če so izpolnjeni vsi dodatni pogoji, navedeni v omenjenih direktivah – šteti tudi novice o dejstvih, ki se nanašajo na vmesne faze, ki že obstajajo ali so nastopile in ki so povezane z uresničitvijo prihodnje okoliščine ali dogodka.

2. (a) Pojem „razumno pričakovanje“ iz člena 1(1) Direktive 2003/124 ne zahteva, da je verjetnost nastopa zadevnega dogodka ali okoliščin pretežna ali večja;

   (b) sistem, ki je bil uveden z direktivama 2003/06 in 2003/124, zahteva le, da mora biti, ker nobeden od elementov iz člena 1(1) Direktive 2003/124 v celoti ne manjka, informacija natančna na podlagi predhodno izvedene presoje z uporabo meril pričakovanega vpliva informacij z vidika vseh dejavnosti, povezanih z izdajateljem, zanesljivosti vira informacij in drugih tržnih spremenljivk, ki bi lahko vplivale na zadevni finančni instrument ali izvedeni finančni instrument, povezan z njim v danih okoliščinah;

   (c) če ima informacija večji vpliv na cene vrednostnih papirjev, zadostuje, da nastop prihodnje okoliščine ali dogodka ni neverjeten ali je malo verjeten, čeprav je negotov;

   (d) učinkovanje na vlagatelja je pomembno, če gre za predhodno razpoložljive informacije, medtem ko se bodo lahko naknadne informacije uporabile za preverjanje domneve, da je bila predhodna informacija cenovno občutljiva.